

JEGYBANKI DÖNTÉSEK

DECISION OF CENTRAL BANKS

TATAY TIBOR egyetemi docens

Széchenyi István Egyetem Kautz Gyula Gazdaságtudományi Kar Gazdasági Elemzések Tanszék

Abstract

In economically developed countries independent central banks control monetary policy. The goals and instruments of monetary policy are trained in every courses on economy. Theory, however, fails to work perfectly in practice sometimes. To what extent interventions by the central bank are efficient in small open economies is a question to discuss. Transmission mechanism and the influence of monetary policy on real economy are often a matter of debate. Are the forecasts serving as basis for the central bank to make decision true and correct? Incorrect forecasts, assumptions from the Central Bank might as well lead economy players to undesired direction. The paper studies whether certain factors that cloud investment analysts' magic balls can blur clairvoyance of central banks' analysts and decision makers as well. Basic information and pre-decision techniques applied by decision makers at central banks are reported. If the basis for decision-making at central bank is unstable, then the subsequent direction of the central bank's measures may also be uncertain.

1. Bevezetés

A II. világháború utáni korszakban a monetáris politika egyes gazdasági szituációkra adandó válaszait jól behatárolta a Hicks nevéhez kötődő IS-LM értelmezés. Egészen az olajválságig hihető volt a gazdaságpolitikuskok számára az aktív monetáris politika alkalmazhatósága, amely a reálgazdaság növekedésére kedvező hatást gyakorolhatott. Elméleti oldalról az 1960-as évektől a monetarizmus intézett támadást az aktív, a gazdaság élénkítését célzó monetáris politika folytatása ellen. A monetarista iskola álláspontja szerint a monetáris lazítás nem válthat ki hosszú távú gazdasági stimulust, hatása csak inflációt gerjeszt. A monetáris iskola szerint a monetáris politika feladata csak az lehet, hogy kiszámíthatóan és alkalmazkodóan alakítja a reálgazdaság igényeinek megfelelően a pénzkínálatot. A monetáris politikát irányító jegybank feladata tehát a pénzmennyiség szabályozása. A pénzmennyiségre vonatkozó célkitűzés azonban nem bizonyult átláthatósági oldalról megfelelőnek, ezért az utóbbi húsz esztendőben sok jegybank áttért az inflációs célkitűzés rendszerére.

Az uralkodó közgazdasági irányzatok álláspontja szerint a monetáris politika nem hathat a reálgazdaságra. A monetáris lazítás következménye az árszínvonal emelkedése. A kiszámíthatatlan áremelkedés a gazdaság egészséges fejlődése ellen hat. Ugyanakkor a kormányzatok számára vonzó lehet a monetáris expanzió, mivel az infláció felpörgetése átmenetileg javíthatja a költségvetés egyenlegét bevételi többlet keletkeztetésével, illetve a pénzkibocsátás nyereségével. Kialakult az a nézet, hogy a monetáris politikát függetleníteni kell a rövid ciklusokban gondolkodó politikai érdekek befolyásától. A monetáris politikát irányító jegybanknak függetlennek kell lennie a mindenkori kormányzattól.

A független jegybank hiteles elkötelezettje lehet az infláció ellenes monetáris politikának, nem kell egyéb célokra figyelemmel lennie. A hitelesség, a célok áttekinthetősége a gazdaság szereplőinek inflációs várakozásait csökkenti. Mindezek miatt kisebbek a dezinflációs költségek. A jegybanki függetlenség a modern gazdaságokban napjainkban megkérdőjelezhetetlen dogma (Jankovics 2006).

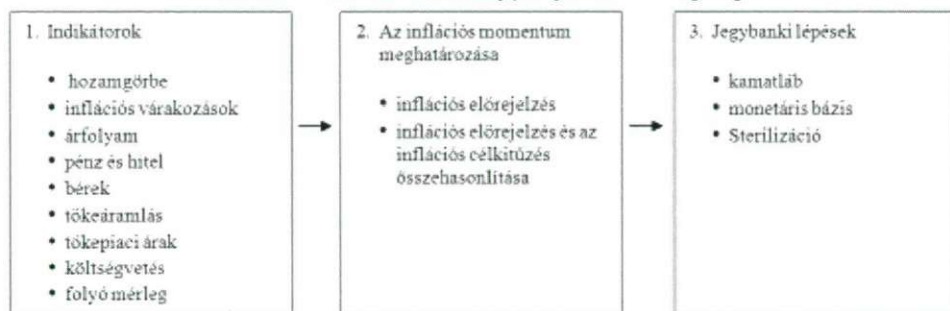
Az Európai Unióban a gazdaságpolitikuskok szintén magukévá tették a jegybanki függetlenség szükségességének elvét. Az Európai Központi Bank független intézményként működik, és elvárás, hogy a tagállamok jegybankjai is független státuszt élvezzenek. Magyarországon törvény garantálja a Magyar Nemzeti Bank önállóságát a monetáris politika irányításában.

2. Az inflációs célkitűzés rendszere

Az uralkodó közgazdasági elméletek úgy tekintik tehát, hogy a monetáris politika kizárólag az inflációra gyakorolhat hatást. Kézenfekvő, hogy a jegybank az infláció egy elérendő szintjét határozza meg céljául. Az inflációs cél nominális horgonyul szolgál a gazdaság szereplői részére. Egyben nem egy áttételes, az infláció alakulásával nehezebben összeköthető érték szerepel a jegybank célfüggvényében. A végső cél, és az elérését szolgáló eszközök kapcsolata könnyebben értelmezhető mindenki számára. A jegybank lépései követhetőbbek ezáltal.

Az inflációs célkitűzés rendszerében a jegybank közvetlenül az inflációs célt jelöli meg. Lépéseket akkor tesz, ha az infláció várhatóan eltér a célként meghatározott értéktől. A jegybank szabálykövető magatartást folytat. Ezért a jegybank lépései a gazdaság szereplői számára kiszámíthatóak. Az árstabilitás fenntartásán túl más célt a jegybank nem határoz meg. A jegybank az inflációs sokkok tovaggyűrűző hatását kívánja semlegesíteni (Csermely 1997).

1. ábra. A monetáris politika vitele inflációs célkitűzés esetén
Chart 1. The conduct of monetary policy of inflation targeting



Forrás: Csermely 1997. 243. o.

Az inflációs célkövetés alapelemei: a számszerűen bejelentett középtávú inflációs cél, a jegybank elköteleződése az inflációs cél iránt, széles információs bázison alapuló monetáris stratégia, a monetáris politika nagyfokú átláthatósága, a jegybank elszámoltathatósága az inflációs cél elérésének szempontjából (Mishkin 2002). A továbbiakban a tanulmány középpontjába a harmadik elemet állítom, azt vizsgálom, milyen információkra támaszkodva hozza meg döntéseit a jegybank, hogyan használja fel ezeket az információkat.

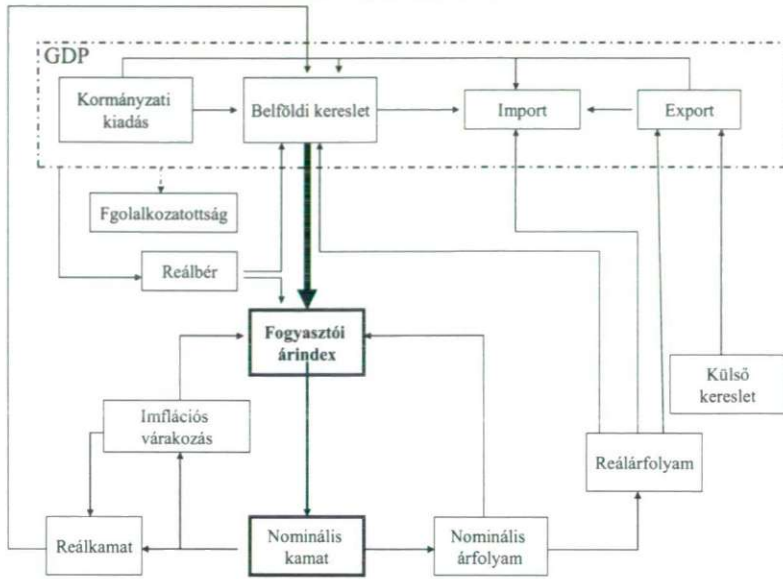
A jegybank számára számos eszköz áll rendelkezésre a monetáris politika megvalósítására. Az eszköztárból az inflációs cél teljesítéséhez a Magyar Nemzeti Bank elsősorban az irányadó kamatláb változtatását alkalmazza. Az irányadó kamatláb jelenleg a kéthetes jegybanki kötvény kamatlába. Az irányadó kamatlárhoz más jegybanki konstrukciók kamatlába is kötött, az alapkamatot referencia értéként használják a gazdaság szereplői. Az irányadó kamatláb módosítása változtatja várhatóan a forint keresletét. A jegybank az irányadó kamatláb változtatásával indirekt módon hathat a gazdaságra. Az alapkamat változtatása összetett mechanizmusrendszeren keresztül (transzmissziós mechanizmus) fejt ki hatását. A hatásmechanizmus érint több makrogazdasági változót. Ezeknek a változóknak az alakulása érinti az inflációs cél teljesülését. A jegybank próbálja előrejelezni ezeknek a változóknak az alakulását. A végső cél elérését tehát előretekintő módon kívánják megvalósítani. Az előretekintés eszköze az az előrejelzés, amelyben a jegybanki elemzők a változók széles körét kísérlik meg megragadni, azok alakulását prognosztizálni. Az előretekintés fontosságát alátámasztja az, hogy a jegybanki lépések csak késéssel gyakorolnak hatást a gazdaságra.

A jegybank a gazdaság folyamataira előrejelzéseket készít. Makrogazdasági modell segítségével vetíti előre a változók várt alakulását. A modellbe beépül a monetáris politika beavatkozása nyomán várt inflációra gyakorolt hatása is. Amennyiben a prognosztizált infláció az inflációs cél fölé emelkedne, azt kamatemeléssel ellensúlyozza a jegybank, az infláció prognosztizált mérséklődése esetén a jegybank alapkamatot csökkenthet. A monetáris politikai döntéseket, így az alapkamatra vonatkozó döntéseket a monetáris tanács hozza meg.

A korábbiakban a Magyar Nemzeti Bank stábjának negyedévente készített előrejelzéseket, 2011-től a „Monetáris Politikai Modell” segítségével állítják elő a prognózisokat. A Monetáris Politikai Modell előrejelző és döntéstámogató modell egyben. A modell egy kis nyitott gazdaságot leíró új keynesi modell. A modellben az infláció függ a kereslettől és a termelési költségektől, a belföldi kereslet a reálkamattól függ, a kamatpályát a döntéshozó a céljait tükröző szabályok alapján határozza meg, az árfolyam a jelen és jövőbeni reálkamatkülönbözet és a kockázati prémium alapján alakul. A legfontosabb változója a modellnek az árszínvonal változás. A modell endogén módon kezeli az alapkamat jövőben várható alakulásának hatását. A modell az üzleti ciklus időtávjára ad előrejelzést, amely időtávon a monetáris politika hatást gyakorol. A Monetáris Politikai Modellben a szereplők várakozásainak kitüntetett szerepe van az inflációs előrejelzés és a kamatpálya alakulásában.

A modellhez szakértők adnak inputokat. Meghatározzák az exogén változókat, mint például a kormányzati kiadások várható szintjét. Meghatározzák a modell viselkedési változóinak alakulását a következő negyedévekre. A szakértők bizonyos tételeket, mint például nagyberuházások hatása, bevisznek a modellbe (Horváth–Köber–Szilágyi 2011).

2. ábra. A MPM struktúrája
Chart 2. The structure of MPM



Forrás: Horváth-Köber-Szilágyi 2011. 21. o.

A modell kiinduló alapja tehát számos olyan jövőbeli érték, amelyeket valamilyen elemzési eljárással, szakértői becsléssel állítanak elő. A bemeneti változók alakulásának becslésére alkalmazott módszerek hasonlósága a pénzügyi piac szereplőinek prognóziskészítő technikáihoz, sőt a bemeneti változók közt olyan értékek is szerepelnek, amik maguk pénzpiaci termékek, vagy spekulációnak kitett árutermékek. A kamatlábak, a CDS, a devizák, az alapanyagok és még hosszan sorolható termékek széles körben kereskedett instrumentumok. A piacokon viszont a nyertések mellett számos vesztes is található. Ők azok, akik nem találták el, mit hoz a jövő. Milyen módszereket alkalmaznak ezek a szereplők, és milyen kritikával illetethők ezek a módszerek?

3. A piaci elemzők módszerei, az elemzések problémái

A pénzügyi piac szereplői sokféle módszert fejlesztettek ki a befektetési eszközök értékelésére. A módszerek általában a részvényelemzéssel kapcsolatban jönnek szóba, de ugyanúgy alkalmaznak bizonyos módszereket más termékekkel, például árukkal, származékos termékekkel kapcsolatban. Az elemzőket két nagy táborba szokás besorolni: a fundamentális elemzők és a technikai elemzők csoportjaiba.

A fundamentális elemzés teóriáját a részvények értékelésére dolgozták ki, de mint az elemzés menetéből kiderül, ezt kiterjesztették más eszközökre is. Lényegében a megtakarítások életciklus elméletének jövedelmekre, vagyoneértékelésre alkalmazott logikája is hasonló. A fundamentális elemzés a makro- és mikro környezetben érvényes összefüggéseket veszi figyelembe. A vizsgált szférákra vonatkozó információk alapján keresi azt a meghatározó tényezőt, mely az árfolyamokkal való egybevetésre alkalmas. Ezt a tényezőt az adott értékpapír belső értékének nevezik és a módszert emiatt a biztos alapok elméletének hívják. Az elmélet szerint minden befektetési eszköznek van egy fix pontja vagy „belső értéke”, amelyet meg lehet határozni. Lényegében a fundamentumok ismeretében az eszközök áralakulása megmondható.

Részvények esetén a fundamentális elemzés menete: gazdaság és a piac egésze, gazdasági ágazatok, társadalmi szintű elemzés. Devizaárfolyamok, kamatlábak, árupiaci termékek esetén is bizonyos elemzési lépések azonosak a részvényértékelésnél használtakkal.

A gazdaság egészének vizsgálata igen hasonló a jegybanki előrejelzések tartalmához. A makrokörnyezet vizsgálatakor olyan tényezőket elemeznek, amelyek hatással vannak a reálszféra teljesítményére. A hatásokat indikátorok segítségével jelzik előre. A konjunktúra alakulása alapján megkülönböztetnek vezető, együtt mozgó és követő indikátorokat. Vezető gazdasági indikátorok: az elemzők szerint két-három évvel korábban jelezhetik a tőzsdei árfolyamok alakulásában az új trendek megjelenését. Fő mutatócsoportok: magánszektor lakásépítési beruházásainak változása. Beszerzési menedzser-index: vállalati aktivitás várható alakulásáról és a vállalatvezetők jövővel kapcsolatos várakozásairól tudósít. Hasonló a fogyasztói bizalom index, mely a gazdasági kilátások és a gazdasági helyzet irányával párhuzamosan változik. Tartós fogyasztási cikkek megrendelése

sei: a főbb gazdasági folyamatok alakulására később reagálnak. Egyéb árfolyamokat befolyásoló adatok. Fő területei: államháztartás helyzete, infláció, kamatok, bérszínvonal, devizaárfolyamok alakulása, külgazdasági kapcsolatrendszer, termelési és felhalmozási tényezők alakulása. GDP, GNP, fizetési mérleg, nagy- és kiskereskedelmi árak, a megtakarítások, a beruházások, a költségvetési deficit, kereskedelmi mérleg, devizaárfolyamok alakulása.

A technikai elemzés eszközeinek számos változata ismert. A technikai elemzők kiinduló feltételezései azonban azonosak, amit módszereik is visszatükröznek. A technikai elemzés a piac azonosítható trendjeire, ciklusaira épít. Nem foglalkozik az elemzés az árfolyamokat mozgató okokkal, csak a következményekkel, vagyis az árfolyammozgásokkal. Bár a technikai elemzés során a matematika, a statisztika eszköztárát is alkalmazzzák, az árfolyamok mozgását pszichológiai okokra vezetik vissza.

A technikai elemzők az árfolyamok múltbeli alakulásának statisztikai elemzésével, azok változására jellemző visszatérő minták és prognózisok (trendszámítás, extrapoláció), a piac hangulatát és a piac szerkezetét bemutató indikátorok alapján kísérik meghatározni a vizsgált pénzügyi termékek (értékpapírok, határidős termékek, devizák, áruk) jövőbeli árfolyamát. Az elmélet feltételezi a piac diagnosztizálható pszichológiai jellemzőinek meglétét. Tulajdonképpen trendeket azonosít és azokat, illetve változásait jelzi elő a pénzügyi piac különböző szegmenseiben.

A technikai elemzés első elve, hogy az árfolyamok, és a forgalom már magában hordozza az alapvető információkat. Második elve kimondja, hogy az árfolyamok többnyire trendek szerint mozognak, alakulásuk nem véletlenszerű, szabályszerűség figyelhető meg mozgásukban. Harmadik elve az, hogy a történelem ismétli önmagát, vagyis a piaci szereplők általános magatartási szabályokat követnek, hasonló szituációkban hajlamosak hasonlóan viselkedni.

A kifinomult módszerek, az alkalmazott statisztikai, matematikai eszköztár, a szakértői tapasztalatok modellekbe történő foglalása ellenére, az információk számítógépes támogatása mellett sem sikerült tartósan nyерő befektetési stratégiákat kialakítani. Vajon miért nem? Erre a kérdésre is született lehetséges válasz a tudomány oldaláról.

A racionalitás és ennek következtében azonos cselekvések feltételezése érdekes következtetésekhez vezetett a hatékony piacok elméletének kidolgozásakor.

A hatékony tőkepiacok elmélete a piac hatékonyságának három erősségét különbözteti meg (gyenge, félerős és erős hatékonyság) attól függően, hogy a tőkepiacra kapcsolatos információk a piaci résztvevők milyen köréhez és milyen gyorsan jutnak el (Bodie-Kane Marcus 1996). A gyenge változat szerint az eddigi árfolyamokból nem következnek a későbbiek. Félerős változata szerint a közzétett információk sem segítik az árfolyamok jóslását. Az erős változat szerint semmi, még a titokban maradt újdonság sem segít semmit a majdani árfolyam megbecslésében, mivel mindaz, ami tudott vagy tudható, máris ott van a részvény pillanatnyi árfolyamában.

Gyengén hatékony tőkepiacok elmélete (bolyongáselmélet):

Mit jelent a bolyongás? Olyan mozgást jelent, amelynek további lépéseit, irányát az eddigi lépésekből megjósolni nem lehet. A részvénytőkepiacra alkalmazva: a részvényárfolyamok rövid távú változásait nem lehet előre látni.

Kendall 1953-ban a Journal of the Royal Statistical Society-ben cikket írt, melynek apropója a visszatérő árciklusok voltak, pontosabban lettek volna, ugyanis nem talált egyet sem. Az árfolyamok sorozata úgy tűnt véletlenszerűen viselkedik, azaz bolyong. Ennek a bolyongásnak a szemléletes példája a fej vagy írás játék. Kendall vizsgálatában azt állapította meg, hogy a nyereségek vagy veszteségek sorozata pont annyira véletlenszerű volt, mint a fej vagy írás játékban. Igazából ezt a jelenséget Bachelier már 53 évvel előbb leírta. Ha meghatároznák az előző napi árfolyammozgások az aznapiakat, akkor pozitív korrelációs együttható lenne, ha nincs összefüggés, akkor nulla. Gyakorlatban ez az érték nagyon elhanyagolható volt. Statisztikai szempontból tehát azt mondja ki, hogy a megfigyelt jelenséget leíró múltbeli adatsor elemzése alapján semmit sem lehet mondani az adatok jövőbeli alakulásáról.

Ez gyakorlatban lefordítva azt jelenti, hogy az értékpapírok árfolyama teljes mértékben tükrözi a piacra érkező információkat, az árfolyamok múltbeli alakulását, az árfolyamváltozásokat és egyéb adatokat. Emiatt a részvények múltbeli áralakulásából semmilyen következtetést nem lehet levonni a jelen- és jövőbeli áralakulásra vonatkozóan, mivel az összes múltbeli információ már beépült az árakba. Adott papír alul vagy felülértékelttségére vonatkozó információk véletlenszerűen érkeznek a piacra, a hatásukra változó árfolyamok is véletlenszerűen fognak változni, vagyis nem lehet őket előre jelezni. Emiatt a tőzsdei árfolyamok előre jelezhetetlenek, így az erre irányuló erőfeszítés hiábavaló.

Közepesen hatékony tőkepiacok:

Az értékpapírok árfolyama gyorsan reagál a nyilvánosságra hozott információkra, vagyis teljes mértékben tükröz minden nyilvános információt. Nem csak a piaci információkat, hanem egyéb adatokat is figyelembe vesz (nyereség alakulás, likviditás, makrohírek, politikai változások stb.). A publikált információ emiatt nem

segítheti az elemzőt az alulértékelt részvények kiválasztásában. A piaci árstruktúrába eleve beépült mindaz a nyilvános információ, amit a vállalati mérlegek, jövedelembevallások, osztaléknyilatkozatok tartalmaznak. Ezért az adatoknak a profi elemzése felesleges.

Erősen hatékony tőkepiacok:

A tökéletesen hatékony piacon minden információ mindenkihez azonnal eljut. A tökéletesen hatékony tőkepiac az értékpapírok árfolyama tükrözi az összes rendelkezésre álló információt, és csak akkor változik meg, ha új információk érkeznek a piacra. Emiatt mindenki ugyanazon információk birtokában hozza meg befektetési döntéseit, tehát nem fordulnak elő rendkívüli profitok. Az árfolyamok minden (nyilvános és egyéb) információt teljes mértékben tükröznek (Malkiel 1998).

A részvénytőkepiacokhoz hasonlóan működő egyéb pénzügyi eszköz-piacokon a termékek áralakulásáról hasonlóak mondhatók. Ezek fényében érthető, hogy miért nem sikerül ténylegesen igazolható „nyerő” stratégiát kialakítani a pénzügyi piacokon. Sem a fundamentális elemzés, sem a technikai elemzés módszereivel nem lehet olyan jövőbeni következtetést levonni, amit a piac már nem tud és nem érvényesít az árakban. A még nem ismert információk pedig véletlenszerűen érkeznek, nem tudni, mikor látnak napvilágot, valamint, hogy kedvezőek vagy kedvezőtlenek lesznek-e.

4. Jegybanki elemzések a bolyongás tükrében

A piaci elemzők valószínűleg csak magukról feltételezhetik, hogy a jövőbe látnak. Erről ugyan megpróbálják meggyőzni már meglevő és leendő ügyfeleiket is. De mi is van a jegybank stábjával? Hiszen nekik kényes módon egy egész nemzetgazdaság minden szereplője „ügyfélkörükbe” tartozik.

Az MNB által használt modell bemeneti változóinak egy része a piacokon kereskedett termék. Valószínű, hogy nem adható róluk jobb előrejelzés, mint amit a piacon dolgozó szereplők készítenek. Ennek objektív okait fejtik ki a piaci hatékonysággal, a bolyongás elmélettel foglalkozó közgazdászok. Kérdőjeles az is, hogy a gazdaság szereplőinek várakozásai állandóak-e, le lehet-e írni kellő pontossággal a várakozások alakulását. Ha ez így volna, könnyen elvihető lenne a Keynes által leírt, újságok hasábján indított szépségverseny győztésének eltalálásaért járó fődíj (Keynes 1965). A magyar gazdaság, mint kis nyitott gazdaság esetében a bemeneti változók valószínűsíthetően igen széles köre nehezen „jóslható”. A véletlenszerűen bolyongó változókra vonatkozó bizonytalan előrejelzések pedig csak esetlegesen alapolhatnak meg helyes jegybanki döntéseket.

Felhasznált irodalom

- Bernstein, P. L. (2011): Tőkepiaci elméletek – A modern Wall Street születése, Corvina Kiadó, Budapest.
- Bodie, Z.–Kane, A.–Marcus, A. (1996): Befektetések I–II., Tamszék Kft., Budapest.
- Csermely Á. (1997): Az inflációs célkitűzés rendszere: in Közgazdasági Szemle, XLIV. évf., 1997. március (233–253. o.)
- Horváth Á.–Köber Cs.–Szilágyi K. (2011): Az MNB Monetáris Politikai Modellje, az MPM: In MNB Szemle 2011. június, (18–24. o.)
- Jankovics L. (2006): A kelet-közép-európai országok eurózónás csatlakozásának pénzügypolitikai kérdései, különös tekintettel Magyarországra, Doktori értekezés. Debreceni Egyetem, Debrecen.
- Kaponya É. et al (2012): Monetáris politika Magyarországon, Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- Keynes, J. M. (1965): A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- Malkiel, B. G. (1992): Bolyongás a Wall Streeten Nemzetközi Bankárképző Központ, Budapest.
- Mishkin, F. (2002): Inflation Targeting: In snowdon, Brian–howard r. Vane (eds.): An Encyclopedia of Macroeconomics. Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA, Edward Elgar (361–365. o.)
- Molnár M. A. (2005): A hatékony piacok elméletének történeti előzményei: In Hitelintézet Szemle Negyedik évfolyam 4. szám.